

**证券研究报告—动态报告**

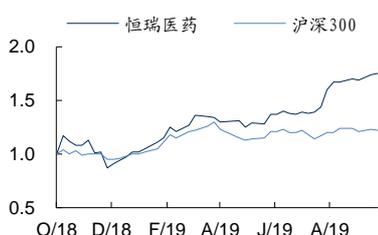
医药保健

制药与生物

**恒瑞医药(600276)**
**买入**
**2019年三季度点评**

(维持评级)

2019年10月25日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	4,423/4,404
总市值/流通(百万元)	365,811/364,248
上证综指/深圳成指	2,941/9,556
12个月最高/最低(元)	86.86/41.36

**相关研究报告:**

《恒瑞医药-600276-2019年中报点评: 迎来收获期, 收入增速将上台阶》——2019-08-30  
 《恒瑞医药-600276-2019年一季报点评: 增长符合预期, 研发管线推进》——2019-04-17  
 《国信证券-恒瑞医药-600276-2018年年报点评: 收入逐季加速, 创新药开花结果-190218》——2019-02-18  
 《恒瑞医药-600276-2018年半年报点评: 重磅迭出, 激励先行》——2018-08-10  
 《恒瑞医药-600276-2017年年报点评: 强者“恒”强, 略超预期》——2018-04-18

**证券分析师: 陈益凌**

电话: 021-60933167  
 E-MAIL: chenyingling@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010002

**证券分析师: 谢长雁**

电话: 0755-22940793  
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 收入增速、研发投入共创新高

**● 收入超预期、增速创新高, 利润符合预期**

2019年前三季度收入 169.45 亿元 (+36.01%), 归母净利润 37.35 亿元 (+28.26%), 扣非归母净利润 35.36 亿元 (+27.25%)。其中第三季度单季收入 69.19 亿元超预期, 单季收入增速 47.27%、创 2008Q1 以来十年新高; 归母净利润 13.22 亿元 (+31.96%), 增速较上半年有所加快。

**● 销售管理费用率稳定, 研发投入力度创新高**

2019年前三季度综合毛利率 87.18%, 销售费用率 36.37%, 管理费用率 8.98%, 与上半年或去年同期比基本持平; 研发费用率 17.11%, 比上半年提高 2.31pp, 比去年同期提高 3.17pp。三季度单季研发费用 14.15 亿元、接近上半年投入规模, 研发费用率 20.46%, 规模及比率均创历史新高。加大研发投入力度导致利润增速慢于收入增速, 销售净利率 22.03% (-1.67pp)。

**● PD-1 上市首季表现出色, 创新药、仿制药双面开花**

卡瑞利珠单抗自 7 月下旬起上市, 短短 2 个多月预计销售超过 4 亿元, 符合此前预判 (商业化销售放量速度将非常快), 带动创新药板块高速增长; 白蛋白紫杉醇、碘克沙醇解决产能瓶颈, 带动仿制药板块回暖、增长提速。前三季度预计肿瘤增速约 50%、影像约 40%, 综合、麻醉保持稳健增长。

**● 吡咯替尼第二个三期试验成功, 后续管线多适应症多线布局**

公司宣布吡咯替尼 ph3b 临床试验 PHOEBE 成功, 通过晚期二线/一线、早期新辅助/辅助等多重定位, 有望进一步扩大适应症覆盖人群。卡瑞利珠单抗已提交三大适应症 (HCC 2L、ESCC 2L、nsNSCLC 1L) 的国内注册申请, 均获得 CDE 优先审评, 有望陆续获批并实现医保准入。展望 2020 年, 瑞马唑仑有望获批, 瑞格列汀、恒格列净、海曲泊帕、SHR-1316 等分子也有希望提交国内注册申请。

**● 风险提示: 创新药研发失败或进度低于预期; 仿制药降价幅度超预期。**
**● 投资建议: 上调盈利预测, 强调“买入”评级**

预计 2019-2021 年营收 241/309/398 亿元, 同比增速 38/29/29%; 归母净利润 54/70/92 亿元, 同比增速 32/31/31%; 摊薄 EPS=1.22/1.59/2.09 元, 当前股价对应 PE=68/52/40x。期待创新药国际化布局, 再次强调“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,836	17,418	24,069	30,931	39,758
(+/-%)	24.7%	25.9%	38.2%	28.5%	28.5%
净利润(百万元)	3,217	4,066	5,379	7,032	9,239
(+/-%)	24.2%	26.4%	32.3%	30.7%	31.4%
摊薄每股收益(元)	0.73	0.92	1.22	1.59	2.09
EBIT Margin	26.9%	25.1%	23.2%	23.7%	24.3%
净资产收益率(ROE)	20.9%	20.6%	22.1%	23.3%	24.6%
市盈率(PE)	113.7	90.0	68.0	52.0	39.6
EV/EBITDA	94.1	77.5	59.2	46.3	36.5
市净率(PB)	23.80	18.54	14.02	11.35	9.19

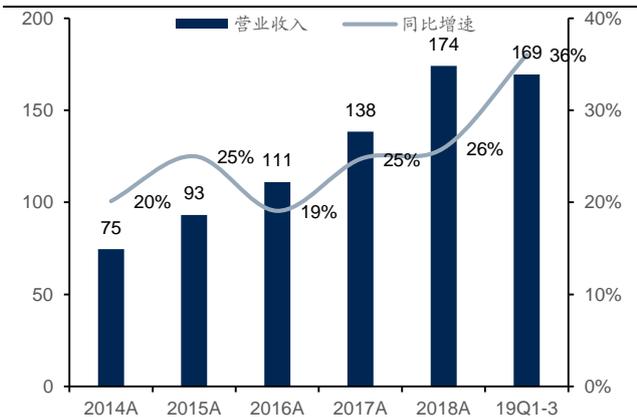
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

前三季度收入、利润加速增长，单季收入规模及增速均创历史新高。2019年前三季度收入 169.45 亿元 (+36.01%)，归母净利润 37.35 亿元 (+28.26%)，扣非归母净利润 35.36 亿元 (+27.25%)，均较上半年增速有所提升。观察三季度单季，收入 69.19 亿元 (+47.27%) 超预期，增速创 2018Q1 以来十年新高；归母净利润 13.22 亿元 (+31.96%)，增速较上半年有所加快。

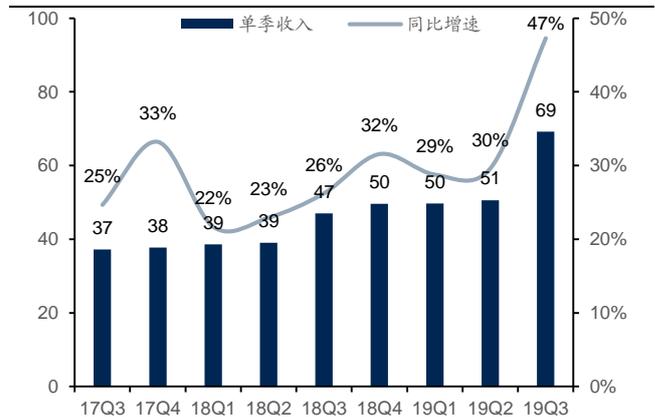
**分事业部分析：**卡瑞利珠单抗于 7 月 22 日正式上市销售，我们预计在短短 2 个多月时间内贡献销售超过 4 亿元，拉高全公司单季收入增速约 8-10pp，完全符合我们此前在中报点评中的预判（商业化销售放量速度将非常快）。此外，三季度现有产品经营大体延续上半年趋势：紫杉醇（白蛋白结合型）、吡咯替尼、硫培非格司亭等新品种贡献收入增量，阿帕替尼、化疗仿制药稳中有增，带动肿瘤事业部取得约 50% 收入增长。碘克沙醇解决产能瓶颈后销量继续保持较快增长，带动影像事业部取得约 40% 收入增长；布托啡诺量价齐升继续保持较高增速，右美托咪定因 4+7 集采丢失部分市场份额导致收入小幅下滑，麻醉事业部取得约 20% 收入增长；综合事业部大力开拓零售渠道，以艾瑞昔布、非布司他等慢病口服药为突破口积极布局药店终端，也取得约 30% 收入增长。

图 1：恒瑞医药营业收入及增速（单位：亿元、%）



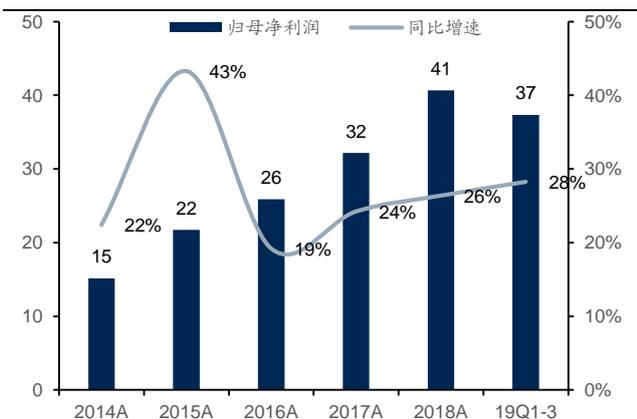
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：恒瑞医药单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



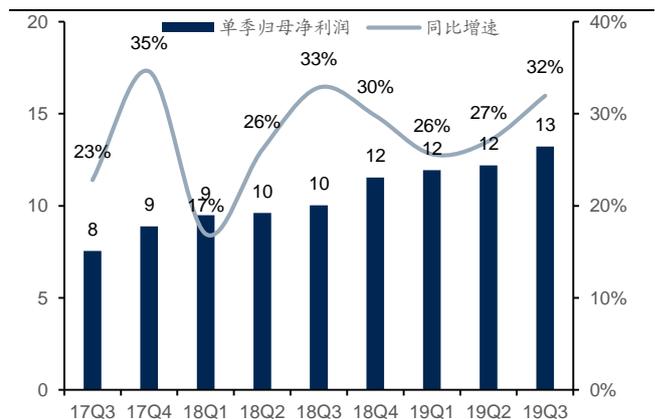
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：恒瑞医药归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

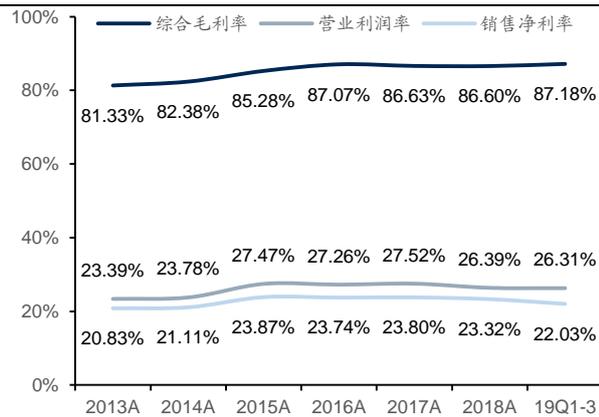
图 4：恒瑞医药单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

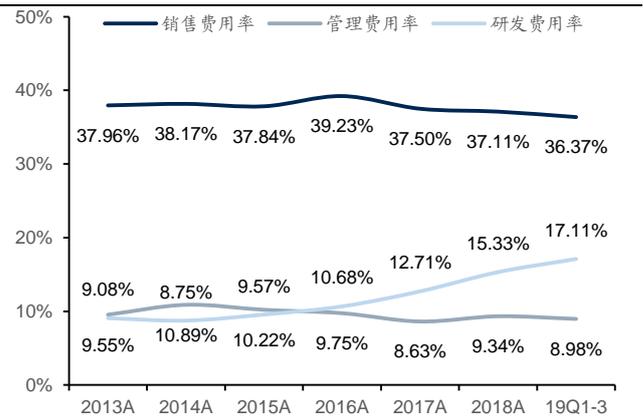
**经营性现金流改善，存货周转有所放缓。**2019年前三季度，经营性现金流量净额 26.08 亿元 (+27.19%)，比上半年有明显改善。2019 上半年应收票据及应收账款表观周转 93 天，与 2018 年底水平相近；存货周转 172 天，同比有所上升、环比有所下降，主要因相对货值较高的单抗产品生产备货及发货所致。

图 5: 恒瑞医药毛利率、净利率变化情况



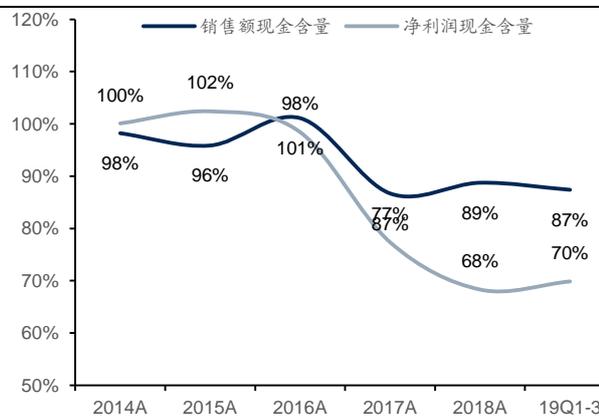
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 恒瑞医药三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 恒瑞医药经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 恒瑞医药主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

销售管理费用率稳定, 研发费用投入力度创历史新高。2019 年前三季度毛利率 87.18%, 销售费用率 36.37%, 管理费用率 8.98%, 同比、环比基本持平, 反映出产品销售和公司运营模式较为稳定。研发费用金额 28.99 亿元、同比增长 +66.97%, 研发费用率大幅提升至 17.11%, 比上半年提高 2.31pp, 比去年同期提高 3.17pp; 其中三季度单季金额 14.15 亿元、接近上半年投入规模, 研发费用率 20.46%, 规模及比率均创历史新高。加大研发投入力度导致利润增速慢于收入增速, 销售净利率 22.03% (-1.67pp)。

展望 2020 年, 重点关注四季度医保准入谈判。如果吡咯替尼、硫培非格司亭能够顺利完成医保目录谈判准入, 2020 年起将享受到 2-3 年医保红利期带来的快速增长。此外, 还应关注 PD-1 市场竞争对手的医保谈判情况 (包括价格及 PAP 政策调整、适应症及报销限制), 这将有助于预判 2020 年国内 PD-1 市场的整体渗透速度和竞争格局, 也为卡瑞利珠单抗 2020 年医保准入谈判提供借鉴参照系。

后续研发管线采用多适应症多线布局, 不断收获临床和注册里程碑进展:

(1) 卡瑞利珠单抗: 第一个适应症 (r/r cHL) 已于 5 月底获批; 第二个 (HCC 2L) 已于 5 月提交注册申请并获得优先审评, 预计将于 2020H1 获批; 第三个 (ESCC 2L) 已于 9 月提交注册申请并获得优先审评, 预计 ESCORT 试验结果与 O 药 ATTRICTION-3 试验、K 药 Keynote-181 试验亚洲人群结果相似; 第四个 (nsNSCLC 1L) 已于 9 月提交注册申请并获得优先审评, 主要终点 FPS

初步结果已于9月在WCLC大会上发布。

**(2) 吡咯替尼:** 第一个适应症(晚期二线)验证性临床, ph3a 试验结果已于6月在ASCO大会上发布, ph3b 试验(PHOEBE)公司宣布成功; 此外, 第二个(晚期一线)、第三个(早期术前新辅助)、第四个(早期术后延长辅助)适应症均已启动 ph3 注册临床, 第五个(HER2 突变 NSCLC)即将启动。

**(3) 瑞马唑仑:** 第一个适应症(胃镜镇静)预计将于2019Q4 获批; 第二个(结肠镜镇静)已于6月提交注册申请并获得优先审评, 预计将于2020H2 获批; 第三个(全身麻醉)已启动 ph3 注册临床。

**(4) 糖尿病管线:** 瑞格列汀、恒格列净的 ph3 注册临床试验, 预计都将于2019年底完成1年期随访, 有望在2020H1 提交注册申请。

**(5) 有望在2020年内提交注册申请的其他分子:** 海曲泊帕(TPOR 激动剂, ITP、SAA、CIT 三个适应症其中之一), SHR-1316(抗 PD-L1 单抗, ES-SCLC 1L)等。

**(6) 有望在2020年内进入后期开发阶段的其他分子:** SHR0302(JAK1 抑制剂)、SHR-1314(抗 IL17A 单抗)、SHR-1209(抗 PCSK9 单抗)、诺利糖肽(GLP1R 激动剂)。

**表 1: 恒瑞医药专利药已获批适应症及注册临床进展**

专利药	靶点机理	治疗方案	适应症	研发注册进度
<b>肿瘤专利药:</b>				
阿帕替尼	VEGFR2 等	单药 +依托泊苷	GC 3L PROC	2014A 批准 Ph3 进行
法米替尼	VEGFR2 等	单药 +PD-1	mCRC 3L 泌尿妇科肿瘤	Ph3 Ph2 进行
吡咯替尼	HER2 等	+卡培他滨 +卡培他滨 +卡培他滨 +曲妥珠+多西他赛 +曲妥珠+多西他赛 曲妥珠后延长 +卡培他滨	HER2+ mBC 2L HER2+ mBC 2L HER2+ mBC 2L HER2+ mBC 1L HER2+ eBC 新辅助 HER2+ eBC 辅助 HER2+ NSCLC	2018A 有条件批准 Ph3a 成功 (ASCO) Ph3b 成功 (SABCS) Ph3c 进行 Ph3 进行 Ph3 启动 Ph2 完成 (WCLC)
SHR3680	AR	单药 +氟唑帕利	mHSPC 1L mCRPC 3L	Ph3 进行 Ph2 进行
SHR3162 氟唑帕利	PARP	单药	PSOC 复发维持治疗	Ph3 进行
SHR6390	CDK4/6	+氟维司群 +NSAI	HR+ HER2- mBC 2L HR+ HER2- mBC 1L	Ph3 进行 Ph3 进行
硫培非格司亭	G-CSF	单药	中性粒细胞减少	2018A 批准
卡瑞利珠单抗	PD-1	单药 单药 单药 单药 +化疗 +化疗 +化疗 +化疗 +化疗 +阿帕替尼 +阿帕替尼 +阿帕替尼 +化疗+阿帕替尼 +法米替尼	r/r cHL HCC 2L NPC 3L ESCC 2L nsNSCLC 1L sqNSCC 1L NPC 1L EC 1L HCC 1L STS 1L KRAS NSCLC 1L HCC 1L GC 1L 泌尿妇科肿瘤	2019A 批准 注册申请、优先审评 Ph2 进行 注册申请、优先审评 注册申请、优先审评 Ph3 进行 Ph3 进行 Ph3 进行 Ph3 进行 Ph3 进行 Ph2 进行 Ph2 启动 Ph3 全球进行 Ph3 进行 Ph2 进行 Ph3 进行
SHR-1316	PD-L1	+化疗	ES-SCLC 1L	Ph3 进行
<b>非肿瘤专利药:</b>				
艾瑞昔布	COX-1	单药	骨关节炎疼痛	2011A 批准
甲苯磺酸瑞马唑仑	GABA	单药	胃镜镇静 结肠镜镇静 全身麻醉	注册申请、优先审评 注册申请、优先审评 Ph3 进行
瑞格列汀	DPP-4	+二甲双胍	T2DM 2L	Ph3 进行
恒格列净	SGLT2	±二甲双胍	T2DM 1-2L	Ph3 进行
海曲泊帕	TPOR	单药 单药 +免疫抑制治疗	ITP CIT SAA	Ph3 进行 Ph3 启动 Ph3 启动
SHR4640	URAT1	单药	痛风	Ph3 进行

资料来源: chinadrugtrials.org.cn、clinicaltrials.gov、公司公告、国信证券经济研究所整理

注: 仅列示进入 Ph2/3 注册临床试验的产品; 灰色底纹为 2019 年下半年至今取得的临床里程碑进展, 包括新启动注册临床试验、达到主要终点、提交注册申请。

**投资建议：上调盈利预测，强调“买入”评级。**上调盈利预测，预计 2019-2021 年收入 241/309/398 亿元（上调 7/9/11%），同比增速 38.2/28.5/28.5%，归母净利润 53.79/70.32/92.39 亿元（上调 0.5/2/5%），同比增速 32.3/30.7/31.4%；当前总股本摊薄 EPS=1.22/1.59/2.09 元，当前股价对应 PE=68/52/40x。当下正在持续兑现创新药上市驱动业绩增长上台阶、里程碑进展提升研发管线估值两个阶段，期待创新药国际化布局打开长期市值空间，再次强调“买入”评级。

注：盈利预测调整的主要项目：

- （1）上调肿瘤、造影、综合事业部收入预测，下调麻醉事业部收入预测；
- （2）上调研发费用率；
- （3）根据国家出台的增值税、所得税政策，小幅调整适用税率。

**表 2：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 191024	总市值 亿元	EPS				P/E				ROE (17A)	PEG (19E)	投资 评级
				17A	18A	19E	20E	17A	18A	19E	20E			
600276	恒瑞医药	82.71	3,658	0.73	0.92	1.22	1.59	113.7	90.0	68.0	52.0	20.6	2.3	买入
600196	复星医药	24.50	601	1.22	1.06	1.21	1.45	20.1	23.2	20.3	16.9	9.7	3.4	买入
000963	华东医药	25.35	444	1.02	1.27	1.59	1.91	24.9	19.9	16.0	13.3	22.8	0.7	买入
300558	贝达药业	54.14	217	0.64	0.42	0.53	0.67	84.2	130.1	102.6	80.3	7.6	64.1	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：贝达药业为 Wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3890	4912	6203	7958	营业收入	17418	24069	30931	39758
应收款项	5402	7254	9322	11982	营业成本	2335	3197	3995	4959
存货净额	1031	1392	1749	2188	营业税金及附加	237	241	309	398
其他流动资产	7747	9628	12373	15903	销售费用	6464	8665	10826	13518
<b>流动资产合计</b>	<b>18069</b>	<b>23185</b>	<b>29646</b>	<b>38031</b>	管理费用	1626	6389	8455	11223
固定资产	3686	3928	4068	4150	财务费用	(124)	(108)	(136)	(177)
无形资产及其他	273	262	251	240	投资收益	248	289	371	477
投资性房地产	332	332	332	332	资产减值及公允价值变动	(25)	11	(40)	(50)
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	(2505)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>22361</b>	<b>27709</b>	<b>34298</b>	<b>42754</b>	营业利润	4597	5985	7813	10265
短期借款及交易性金融负债	0	112	0	0	营业外净收支	(98)	(8)	0	0
应付款项	1402	1722	2164	2708	<b>利润总额</b>	<b>4499</b>	<b>5977</b>	<b>7813</b>	<b>10265</b>
其他流动负债	1092	1385	1768	2259	所得税费用	438	598	781	1027
<b>流动负债合计</b>	<b>2494</b>	<b>3219</b>	<b>3932</b>	<b>4966</b>	少数股东损益	(4)	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4066</b>	<b>5379</b>	<b>7032</b>	<b>9239</b>
其他长期负债	70	120	160	190					
<b>长期负债合计</b>	<b>70</b>	<b>120</b>	<b>160</b>	<b>190</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2563</b>	<b>3339</b>	<b>4091</b>	<b>5156</b>	净利润	4066	5379	7032	9239
少数股东权益	70	70	70	70	资产减值准备	10	6	5	3
股东权益	19728	24300	30137	37528	折旧摊销	379	273	326	376
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22361</b>	<b>27709</b>	<b>34298</b>	<b>42754</b>	公允价值变动损失	25	(11)	40	50
					财务费用	(124)	(108)	(136)	(177)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(3620)	(3424)	(4300)	(5562)
	2018	2019E	2020E	2021E	其它	(14)	(6)	(5)	(3)
每股收益	0.92	1.22	1.59	2.09	<b>经营活动现金流</b>	<b>847</b>	<b>2217</b>	<b>3098</b>	<b>4103</b>
每股红利	0.13	0.18	0.27	0.42	资本开支	(965)	(500)	(500)	(500)
每股净资产	5.36	5.49	6.81	8.49	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	34%	23%	25%	27%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(966)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>
ROE	21%	22%	23%	25%	权益性融资	134	0	0	0
毛利率	87%	87%	87%	88%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	39%	23%	24%	24%	支付股利、利息	(493)	(807)	(1195)	(1848)
EBITDA Margin	41%	24%	25%	25%	其它融资现金流	594	112	(112)	0
收入增长	26%	38%	29%	29%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(258)</b>	<b>(695)</b>	<b>(1307)</b>	<b>(1848)</b>
净利润增长率	26%	32%	31%	31%	<b>现金净变动</b>	<b>(377)</b>	<b>1022</b>	<b>1291</b>	<b>1755</b>
资产负债率	12%	12%	12%	12%	货币资金的期初余额	4267	3890	4912	6203
息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	货币资金的期末余额	3890	4912	6203	7958
P/E	83.7	68.0	52.0	39.6	企业自由现金流	1893	1369	2137	3009
P/B	17.2	15.1	12.1	9.7	权益自由现金流	2487	1578	2148	3169
EV/EBITDA	72.1	63.1	48.2	37.0					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032